

■ Catherine Mathieu

Royaume-Uni: turbulences passagères ?

Le PIB britannique a augmenté de 3,1 % en glissement sur un an au deuxième trimestre 2007, comme au cours des deux trimestres précédents. Cette stabilité tranche avec le ralentissement amorcé aux États-Unis (1,6 % en glissement au deuxième trimestre, après 2,5 % lors des deux trimestres précédents) et dans la zone euro (2,9 % en glissement au deuxième trimestre après 3,5 % lors des deux trimestres précédents). De fait, la croissance britannique a fait preuve d'une stabilité inhabituelle depuis plusieurs années, que ce soit par rapport à celles des grandes économies industrielles et au regard du passé : l'économie britannique est entrée à l'été 2007 dans sa seizième année de croissance consécutive, un record.

De belles performances, avec quelques bémols

Cette longue phase de croissance et le bas niveau de taux de chômage qui l'accompagne — de l'ordre de 5,5 % depuis le début des années 2000 — n'ont pas créé de tensions inflationnistes majeures. Certes, l'inflation, mesurée selon l'indice des prix harmonisé à la consommation, a franchi 3 %, haut de la fourchette de la cible de la Banque d'Angleterre, en mars dernier sous l'effet de hausses exceptionnelles des prix de l'énergie, mais a ensuite rapidement ralenti pour retrouver un rythme de 1,9 % en août. La hausse du taux directeur de la Banque d'Angleterre et le maintien du taux de change effectif réel de la livre sterling à des niveaux élevés contribuent à maintenir l'inflation à des rythmes modérés.

La livre sterling a atteint cet été des niveaux record par rapport au dollar américain, franchissant le seuil de 1 livre pour 2 dollars (soit une hausse de 15 % par rapport au début 2006), niveau jamais atteint depuis l'été 1992, juste avant la sortie de la livre du système monétaire européen. La devise britannique est restée pratiquement stable à un niveau élevé par rapport à l'euro. Le taux de change effectif réel de la livre est au plus haut depuis plus de trente ans et pèse sur les parts de marché des exportateurs britanniques. La contrepartie de la livre forte se paie en termes de déficit commercial, même si cela semble n'inquiéter personne : le déficit du solde des marchandises se creuse régulièrement depuis dix ans et a atteint 6 % du PIB au premier semestre 2007. L'excédent des services a connu en parallèle une légère hausse et représente 2,5 % du PIB, mais ne parvient plus à stabiliser le déficit courant désormais supérieur à 3 % du PIB.

Après plusieurs années de net soutien à la croissance, l'orientation de la politique budgétaire est devenue légèrement restrictive à partir de 2005, à un moment où la consommation des ménages et l'investissement privé prenaient le relais. Le déficit public, qui avait atteint 3,2 % du PIB en 2005, serait de l'ordre de 2,3 % du PIB cette année. La dette publique reste relativement faible : 37 % du PIB en termes de dette nette, soit 43 % pour la dette brute au sens de Maastricht, en 2006.

Les bonnes performances de l'économie britannique en matière de croissance, de taux de chômage et d'inflation s'accompagnent depuis le début des années 1990 de la montée d'un risque majeur : la hausse des prix de l'immobilier. Cette hausse repose cependant sur des facteurs structurels

d'insuffisance de l'offre, qui suggèrent qu'un retournement brutal à la baisse est peu probable à court terme. Un risque nouveau s'est ajouté cet été : celui d'une crise bancaire. Alors que la Banque d'Angleterre maintenait son taux de base inchangé à 5,75 %, le taux du marché interbancaire à 3 mois a augmenté de 90 points de base entre le début du mois d'août et le 12 septembre, où il a atteint 6,9 %. L'annonce, le 14 septembre, de la crise de la Northern Rock a conduit à des retraits massifs de dépôts et le chancelier de l'Echiquier a, pour enrayer cette crise de confiance, annoncé que l'ensemble des dépôts serait garanti par l'État (pour une analyse de la crise bancaire, voir dans ce dossier « Politiques monétaires : banques centrales au bord de la crise financière », au chapitre « Royaume-Uni : crise de confiance ». Au moment où nous achevons notre prévision, le taux du marché interbancaire à trois mois est revenu à 6,3 %, les indicateurs conjoncturels restent orientés favorablement, et nous n'avons pas retenu l'hypothèse d'un scénario catastrophe où la crise de liquidités serait durable et aurait un impact macro-économique notable.

Indicateurs conjoncturels : « tout va très bien »

La croissance a jusqu'au deuxième trimestre 2007 été soutenue principalement par la consommation des ménages et l'investissement. La consommation des ménages était en hausse de 3 % en glissement sur un an au premier semestre 2007, l'investissement de près de 8 %. Le taux d'investissement des entreprises a retrouvé en volume son point haut du début des années 2000.

La production industrielle s'est redressée en 2007, atteignant une hausse de 1,1 % sur un an au deuxième trimestre. L'industrie reste cependant la composante la moins dynamique de la production britannique, qui demeure tirée par la construction (+ 3,5 % sur un an au deuxième trimestre) et les services (+ 3,7 %, et plus de 5 % pour les services auprès des entreprises et financiers).

Les indicateurs conjoncturels les plus récents, qui portent sur les mois d'août et septembre, donc après le commencement des turbulences financières, restent bien orientés. C'est en particulier le cas des opinions des industriels. C'est aussi le cas des ventes de détail auprès des ménages, qui étaient en hausse de 4 % sur un an en volume, soit à des rythmes équivalents à ceux du premier semestre. Dans le secteur financier, les opinions des entreprises suggèrent une activité plus soutenue que prévu jusqu'en septembre, qui contraste avec une dégradation anticipée pour le quatrième trimestre, accordant peut-être trop de poids aux conséquences de la crise bancaire. Au total, les indicateurs conjoncturels suggèrent une croissance d'au moins 0,7 % au troisième trimestre*.

Le marché de l'emploi ne montre pas de signes de tensions inflationnistes, malgré le faible taux de chômage (5,4 % au sens du BIT). La progression des salaires est restée modérée : 3,5 % sur un an au deuxième trimestre 2007 en termes nominaux, tandis que la productivité est en hausse de 2,7 %.

* C'est notamment ce que suggère notre indicateur trimestriel de croissance. Pour une présentation de l'indicateur, voir : Charpin F. et C. Mathieu « Un indicateur de croissance à court terme au Royaume-Uni », *Revue de l'OFCE* n° 89, avril 2004.

La politique monétaire peut être jugée restrictive en ce début d'automne au regard d'une règle de Taylor : avec une constante de 2,75 %, supposée refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, une inflation de 2 %, égale à la cible de la politique monétaire, et un écart de production à peine négatif selon les estimations du gouvernement, le taux neutre serait proche de 4,5 %. Nous faisons l'hypothèse que la Banque d'Angleterre abaissera son taux de 0,25 point d'ici la fin de l'année, et de 0,5 point d'ici la fin 2008, constatant le maintien de l'inflation à un niveau proche de 2 % et le ralentissement de la croissance.

Poursuite du rééquilibrage : « on déplore un tout petit rien »

Les prix de l'immobilier continuaient de progresser à des rythmes moyens de 10 % à l'été 2007. Ils étaient en décélération dans certaines régions, notamment en Irlande du Nord et continuaient d'accélérer à Londres. La hausse des prix reflète largement une insuffisance de l'offre. Le gouvernement de Gordon Brown entré en fonction en juin dernier a d'ailleurs fait du logement l'une de ses priorités, souhaitant faire augmenter l'offre de logements de 250 000 par an d'ici 2010. La part de l'investissement en logement dans le PIB reste relativement faible, de l'ordre de 3,5 % du PIB en volume, très en deçà du niveau atteint avant l'éclatement de la bulle immobilière du début des années 1990.

Si une forte chute des prix de l'immobilier semble peu probable à court terme, la hausse passée des taux d'intérêt pèsera cependant sur les revenus des ménages. Le poids des charges de remboursement des ménages a commencé à s'alourdir, même s'il est encore relativement faible et devrait le rester en l'absence de nouvelle hausse des taux d'intérêt. Le taux d'endettement des ménages atteint 160 % de leur revenu, mais leur richesse nette est désormais de près de 800 % du revenu. La principale fragilité des ménages se trouve du côté du taux d'épargne, historiquement faible à 3 % au deuxième trimestre 2007. Nous avons supposé que les ménages modéreraient leur consommation pour commencer à reconstituer leur taux d'épargne, de 0,5 point à l'horizon 2008, ce qui laisserait cependant le taux d'épargne à un niveau très faible et les ménages toujours vulnérables en cas de hausse des taux d'intérêt.

L'impulsion budgétaire resterait négative à l'horizon 2008. Elle permettrait le respect de la règle d'or (le solde public hors investissement est équilibré sur un cycle économique) et, sous nos hypothèses de croissance, laisserait le déficit public un peu supérieur à 2 % du PIB. La dette publique nette progresserait mais resterait en deçà du niveau « prudent » que Gordon Brown, lorsqu'il était chancelier de l'Echiquier, avait fixé à 40 % du PIB.

Au total, la croissance britannique ralentirait à l'horizon de la fin 2008, où elle ne serait plus que de 2 % contre 3 % cette année. Ce scénario est en quelque sorte un scénario « idéal », écartant en particulier le risque de la poursuite de la crise bancaire et permettant à la croissance britannique de poursuivre son chemin sans accroc majeur.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2006				2007				2008				2005	2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	1,8	2,8	3,0	2,0
Consommation des ménages ¹	0,5	1,2	0,3	1,1	0,7	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	1,5	2,1	3,0	2,4
Consommation publique	1,1	-0,4	0,5	0,7	0,5	0,3	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	2,7	2,1	2,0	2,5
FBCF totale ²	2,2	2,3	2,2	3,3	1,2	-0,5	1,2	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	1,4	8,4	5,9	2,2
Dont																
Productive privée	3,1	1,5	2,6	4,8	-0,3	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	12,4	-0,5	6,0	1,9
Logement	1,5	5,2	2,2	-2,1	3,0	-0,1	2,0	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4	2,9	7,0	4,9	2,8
Publique	-2,3	2,4	-0,4	3,3	8,8	-9,4	5,0	2,0	0,8	0,5	0,5	0,5	-74,6	284,1	7,1	3,0
Exportations de biens et services ³	9,0	2,7	-13,0	0,2	0,2	0,2	-0,5	0,5	1,4	1,4	1,3	1,3	8,2	10,3	-5,9	3,6
Importations de biens et services ³	8,2	2,7	-10,1	-0,5	1,1	-0,4	0,0	1,0	1,4	1,4	1,4	1,4	7,1	9,8	-4,0	4,2
Variations de stocks, en points de PIB	0,1	-0,1	0,6	-0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,1
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,7	1,0	0,8	1,4	0,7	0,4	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	1,8	3,2	3,3	2,4
Variations de stocks	0,1	-0,2	0,6	-0,8	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,1	-0,1
Commerce extérieur	0,0	-0,1	-0,6	0,2	-0,3	0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,5	-0,3
Prix à la consommation ⁴	1,9	2,2	2,4	2,8	2,9	2,6	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,3	2,5	2,2
Taux de chômage, au sens du BIT	5,2	5,5	5,6	5,5	5,5	5,4	5,5	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	4,8	5,5	5,5	5,8
Solde courant, en points de PIB	-2,6				-2,9		-3,2		-3,1		-3,1		-2,5	-3,2	-3,1	-3,1
Solde public ⁵ , en points de PIB				-3,8									-3,2	-2,6	-2,3	-2,2
Impulsion budgétaire													-0,5	-0,8	-0,1	-0,4
PIB zone euro	0,8	1,0	0,5	0,9	0,6	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	1,6	2,9	2,6	2,5

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. L'évolution de l'investissement a été affectée par le transfert, en avril 2005, des réacteurs nucléaires du British Nuclear Fuels plc (classé dans le secteur des entreprises en comptabilité nationale) à la Nuclear Decommissioning Authority (faisant partie des administrations publiques). La prise en compte de cette opération, neutre en termes d'investissement total, se traduit par une hausse de l'investissement privé et une baisse de l'investissement public au deuxième trimestre 2005. 3. L'évolution du commerce extérieur est fortement marquée en 2006 par les échanges liés à la fraude à la TVA. 4. Indice des prix à la consommation harmonisé (PCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 5. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS.

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, 2nd quarter 2007, 26 septembre 2007), prévision OFCE octobre 2007.